

# ジャスダック新規公開株の 長期パフォーマンスと「半年効果」

岡 村 秀 夫

## I はじめに

新規公開（IPOs: Initial Public Offerings）は、その企業の歴史において大きな、そして不連続な変化点である。それゆえ、証券市場での評価に耐える新規公開株の「株価」を算定することは困難な課題の一つとなっている。

取引所等への上場後は、不特定多数の投資家が売買に参加することになる。そのため、新規公開のプロセスにおいて、取引対象として一定以上の水準を有しているかどうかの精査を受ける。主幹事証券会社による企業価値評価やロードショーと呼ばれる機関投資家等へのヒアリングを通じて公開価格<sup>1)</sup>の仮条件が提示される。その上で、ブックビルディング（様々な投資家からの需要積み上げ）が実施され、主幹事証券会社と発行企業によって公開価格が決定される。創業者、ベンチャーキャピタルなど既存株主による保有株の売却、新規公開企業自身が成長資金獲得のために行う公募増資を通じて、多くの新たな株主が加わる。上場日には、ようやく初めての市場価格である初値が付くことになる<sup>2)</sup>。

新規公開のプロセスにおいて、「株価」としては「公開価格」と「初値」

- 1) 公開価格とは、取引所等への上場直前に公募・売出に付される株式が投資家に売却される際の価格である。
- 2) 1997年にブックビルディング方式が導入されるまで、公開価格決定には「類似会社比準方式（1989年3月31日以前）」「入札方式（1989年4月1日以降）」が用いられていた。なお、入札方式は、途中2回の制度変更が行われた。

の二種類が登場する。上場企業が時価発行増資を行う場合には、流通市場で多数の投資家の評価が織り込まれた株価に基づいて発行価格を決めればよい。だが、新規公開における売出・増資の「公開価格」を決定する際には、流通市場で形成された株価を利用することはできない。

新規公開の際に増資を行い、また上場後に一定の流動性をもたせるためには、上場日以前に投資家に株式を売却し、ある程度の株主数を確保する必要がある。そのためには、何らかの方法で「公開価格」を決めなければならない。だが、手間をかけた公開価格ではあっても、多数の投資家の評価が織り込まれた市場価格である「初値」に比べれば、限られた情報しか反映されておらず、両者の間には乖離の発生が予想される。

このような新規公開株の価格形成をめぐる問題としては、短期的なアンダープライシング（underpricing）と長期的なアンダーパフォーマンス（under-performance）という事象が知られている<sup>3)</sup>。伝統的、標準的な経済理論では十分な説明を行うことが難しい一種の“puzzle”として研究者の関心を集めてきた。

前者については、新規公開直前に公開価格で株式を購入し、1-2週間後の上場時に売却すると、高い収益率（Initial Return：初期収益率）<sup>4)</sup>を獲得できることが国内外で継続的に観察されている。図1には日本における初期収益率と新規公開企業数の推移が示されている。株式市場で効率的に初値が形成されると想定するなら、公開価格は企業価値のファンダメンタルズを反映した価格よりも過小に値付けされていることになる。このような意味で短期的な「アンダープライシング」と呼ばれている。

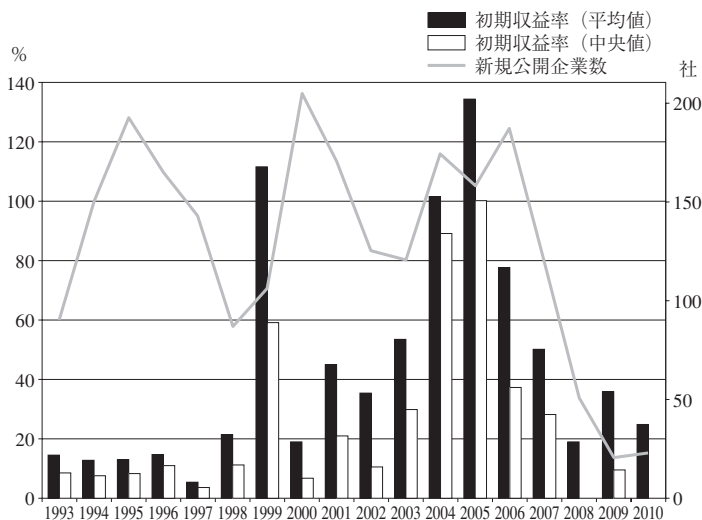
後者に関しては、図2に日本の新規公開株の長期パフォーマンスとして、TOPIXをベンチマークとしたBHAR（Buy-and-Hold Abnormal Return）の平均値と中央値が示されている<sup>5)</sup>。平均値では高騰する一部の新規公開銘柄の

3) 忽那（2008）、岡村（2011）などを参照。

4) 初期収益率： $\{(\text{初値}) - (\text{公開価格})\} / (\text{公開価格})$ 。なお、初値には取引初日の終値を使用する場合のほか、売買が成立した最初の価格を使用する場合がある。

5) 一部の銘柄が非常に高い収益率となっている一方、多くの銘柄は収益率が低迷してい

図1 初期収益率（左軸）と新規公開企業数（右軸）の推移



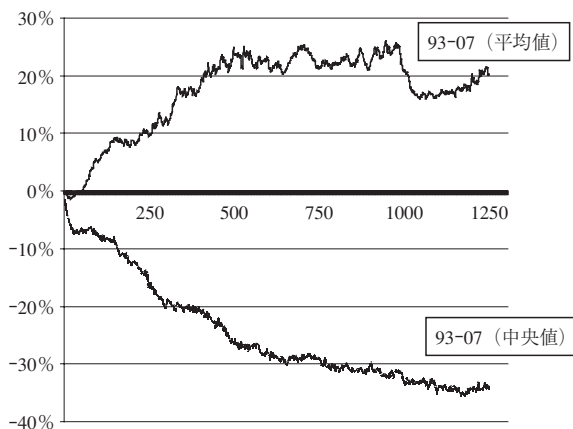
（出所）『NEEDS（日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク）』  
および『新規公開白書』（プロネクサス）より筆者作成。

影響のため、IPO 後の株価パフォーマンスは250日（取引日ベース：約1年）で10%程度ベンチマークを上回り、その後はおおむね20%を超える程度まで上昇している。だが、長期パフォーマンスの一般的な特徴を表すと考えられる中央値でみると、IPO 後一貫してパフォーマンスは悪化し、750日（約3年）経過後には30%以上もベンチマークを下回る水準で推移している。

IPO に関しては上記の“puzzle” 解明に向けて研究が蓄積されてきた。加えて、行動ファイナンス研究の進展に伴い、日本の証券市場における様々なアノマリー現象が近年明らかにされている。なかでも、証券市場における収益率が季節性を有する現象、すなわち下半期に比べて上半期の収益率が高いという現象（半年効果、上半期効果、Halloween Effect）については国内外で報告がなされている<sup>6)</sup>。

る。そのため、平均値のみでは全体の傾向を見誤る恐れがあるため、中央値についても算出して図示した。

図2 新規公開株の長期パフォーマンス（BHAR：対 TOPIX）



（出所）『NEEDS（日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データベース）』より筆者作成。

（注）1993-2007年の間にジャスダック市場において新規公開を行った銘柄のうち、1481社をサンプルとし、公開初日終値を基準として、1250日目までのBHARを算出した。サンプルについて詳しくはⅢ節を参照のこと。

そこで、本稿ではジャスダック市場における新規公開株を対象として、IPO後1250取引日までの長期パフォーマンスの計測を行い、さらに新規公開の実施月に応じて上半期と下半期にサンプルを分割し、長期パフォーマンスの差異を検証する。

以下、Ⅱ節では先行研究について整理を行う。Ⅲ節では、本稿で用いるデータについて述べる。Ⅳ節では、長期パフォーマンスの計測結果を示す。Ⅴ節では、長期パフォーマンスの「半年効果」について検討を行う。Ⅵ節は、本稿のまとめである。

6) 榊原・山崎（2004）、城下・森保（2009）、Sakakibara, Yamasaki and Okada（2009）などを参照。

## II 先行研究

新規公開株の長期パフォーマンスが低迷する傾向に関して、Aggarwal and Rivoli (1990) は、1974-87年に米国において IPO を行った1435銘柄をサンプルとして250営業日（約1年）のパフォーマンスを計測し、ナスダック指数に比べて平均値で13.73%、中央値で20.39%、それぞれパフォーマンスが悪いとの結果を報告している。Ritter (1991) は、1975-84年の米国における新規公開株1526銘柄をサンプルとして3年間の長期パフォーマンスを計測している。その結果、様々なインデックスとの比較において<sup>7)</sup>、新規公開株の長期パフォーマンスは相対的に悪いことを示している。Loughran and Ritter (1995) は、IPO 後5年間の収益率について、時価総額および時価簿価比率で分類した企業と比較して分析を行っている。その結果、時価総額でマッチングを行った企業との比較では新規公開株のパフォーマンスは3.5%悪く、時価総額と時価簿価比率の両方を用いてマッチングを行った企業との比較ではパフォーマンスが2.3%悪いことを明らかにしている。

Levis (1993) はロンドン証券取引所で IPO を行った712銘柄をサンプルとした研究で、3年間の長期パフォーマンスを計測している。その結果、各種のインデックスと比較して8%から23%程度パフォーマンスが悪いことを示している<sup>8)</sup>。

長期パフォーマンスに影響を与える要因として、公開価格を設定するアンダーライターの評判との関連に着目した研究がある。Carter, Dark and Singh (1998) は高い評判を有するアンダーライターが引き受けた IPO では長期パフォーマンスが相対的に良好であったとの結果を示している。

7) ナスダック指数、Amex-NYSE 指数 (Amex: アメリカン証券取引所、NYSE: ニューヨーク証券取引所)、産業と規模でマッチングさせた企業との比較、ニューヨーク証券取引所上場銘柄のうち10分位で最小規模の企業群の指数を用いて、CAR (累積超過収益率) を計測している。

8) IPO 初日の収益率を除いた CAR を、FTA、HGSE、ASEW の3種類のインデックスを用いて計測している。

VC 投資との関連については、Brav and Gompers (1997) は、VC 投資先企業は VC 非投資先企業に比べて、長期パフォーマンスが良好であったとの結果を示している。加えて、Brav, Gezcy and Gompers (2000) は、規模が小さく時価簿価比率の低い企業の長期パフォーマンスが極めて悪いことを明らかにした。

日本における新規公開株の長期パフォーマンスに関しては、福田司文による一連の研究が先駆けである。福田 (1984) は、1970-79年の東証 2 部における IPO から、原則として各月 1 銘柄をランダムにサンプルとして選び出し、CAPM を用いて公開価格、初値、長期収益率それぞれのパフォーマンスを検証している。その結果、公開価格ならびに初値については、市場収益率を上回る正の超過収益率が確認されている。一方、上場月以降の長期 (18 ヶ月、ないし 36 ヶ月) については、新規公開株のパフォーマンスと市場収益率の間には、全般的に有意な差は存在していないことを示している。

福田 (1994) では、1977-88年に東証での新規公開企業 84 社を対象として、長期の累積投資収益率の計測を行っている。その結果、公開価格を算定する際の類似会社に投資した場合の収益率をベンチマークとした場合、長期 (3 年後) では新規公開株の投資収益率は負となっていると報告している。

また、福田 (1995) では、1971-91年の東証における新規公開株の初期収益率が平均 44.2% との計測結果を示している。また、新規公開企業とベンチマークとしての基準企業 (業種と時価総額に基づいて選定) の月次の投資収益率の差を累積投資収益率として計測している。その結果、IPO から 7 ヶ月後では累積投資収益率が負、すなわち新規公開企業に投資した場合の収益率は基準企業に投資した場合の収益率を下回っている、との結果を明らかにしている。さらに、初期収益率の大きさにサンプルを 6 分割し、長期 (24 ヶ月、36 ヶ月) の累積投資収益率を検討した結果、初期収益率の高いグループでは顕著に長期の累積投資収益率が低くなっていることが確認されたと報告している。

神座 (1995) は、主として 1990-94 年のデータを用いて、店頭市場 (現

JASDAQ 市場)における株価形成の特徴を整理している。なかでも、IPO の 6 ヶ月後には IPO 時の株価水準を平均的には下回る点、出来高については IPO の翌月には約 6 分の 1、1 年後には 20 分の 1 に急減している点などを株価形成における特異な点として指摘している<sup>9)</sup>。なお、特異な株価形成の一因としては公開後の業績の低下傾向を挙げている。福田充男・芹田 (1995) は、1983 年 12 月-1989 年 3 月に東証で株式を公開した企業をサンプルとして初期収益率および長期パフォーマンスを分析した結果に基づき、類似会社比準方式による公開価格の決定に問題があったことを指摘するとともに、初値が過大に形成されていた可能性も述べている。

Cai and Wei (1997) は、1971-92 年の間に東証で IPO を実施した企業のうち 180 社を対象として、8 種類のベンチマーク (東証全銘柄ポートフォリオ (時価加重、等加重)、産業ポートフォリオ (時価加重、等加重)、マッチングさせた企業 (規模、時価簿価比率、規模と時価簿価比率、資産総額簿価と産業)) を用いて、1 年、3 年、5 年の Buy-and-Hold Return を分析している。その結果、1 年と 3 年では 8 種類全てのベンチマークに対して、5 年については 6 種類のベンチマークに対して、新規公開株のパフォーマンスの方が有意に低いことが明らかにされている。

忽那 (2001) では、1995-96 年に店頭公開した企業から 242 社をサンプルとした計測で、公開後 3 年間の累積超過収益率を平均すると、-23.8% (ベンチマーク：日経店頭平均)、-132.4% (ジャスダック指数)、-671.2% (日経平均) であると報告している。

松本 (2004) では、1997 年に店頭公開した企業のうち 84 社を対象として、長期パフォーマンスを計測している。その結果、3 年間の累積超過収益率の平均値は、-501.57% (日経ジャスダック平均調整後)、-1312.85% (ジャスダック指数調整後) であり、長期の株価パフォーマンスが大幅に低迷していることを示している。

9) IPO 後の業績低下傾向について分析したものとしては、Jain and Kini (1994)、Kutsuna, Okamura and Cowling (2002)、翟 (2009) などが挙げられる。

阿部（2005）では、1992-2002年にジャスダック市場で株式公開を行った企業のうち835社を対象とし、3年間の累積超過収益率を計測している。対TOPIXでは113%、対日経平均では119%とベンチマークを上回る超過収益を獲得しているが、対JASDAQ指数では92%とベンチマークを下回る結果となっている。ただし、これらの結果は、阿部（2005）が高い初期収益率の問題と分離して検討するために、公開月の終値を基準に計測したものである点に注意が必要である。

忽那（2008）では、1997年から2005年までの間に、公開価格決定にブックビルディング方式を用いてジャスダック市場に新規公開した企業623社、市場開設から2005年末までの間にマザーズとヘラクレスに新規公開した企業各167社、145社を対象に、ジャスダック指数をベンチマークとした3年間の株価パフォーマンスを計測している。その結果、平均値では一部の高騰した銘柄の影響で正の超過収益率であるものの、中央値ではベンチマークと比べて30%以上（ジャスダック）、50%以上（マザーズ）、70%以上（ヘラクレス）、それぞれ悪いパフォーマンスであることを報告している。

翟（2009）は、2001-2006年にIPOを行った企業を対象とした分析で、JASDAQ指数をベンチマークとした場合、初取引日を起点とする累積超過収益率は1年（250取引日）で-32.57%（平均値）、および-29.67%（中央値）と大きく低下した後、5年（1250取引日）では-47.92%（平均値）および-36.09%（中央値）と低迷することを報告している。

池田（2011）は、1997-2006年にジャスダック市場でIPOを行った企業をサンプルとして、公開後3年間の株価パフォーマンスを、BHAR（Buy-and-Hold Abnormal Return）で検証している。IPO企業と規模属性の近い企業をベンチマークとした場合や産業・市場全体からなるポートフォリオをベンチマークとした場合には、中央値、および外れ値を排除した平均値に関する検定結果から、大多数の企業で平均的にアンダーパフォーマンスが観察されることを示している。ただし、時価簿価比率の効果をコントロールした場合には、少なくともアンダーパフォーマンスは観察されないとしている。加えて、



カレンダータイムポートフォリオアプローチによる分析では、市場収益率が有意に検出されず、IPO 企業がアンダーパフォームするとはいえない、としている。

新規公開株の長期パフォーマンスに関して、先行研究では国内外を通じてアンダーパフォームするとの結果を示しているものが大半である。ただし、選択するベンチマークによって計測結果が左右される点、企業属性等の要因をコントロールすると必ずしもベンチマークに比べてアンダーパフォームするとは言い切れない場合がある点にも注意する必要があるだろう。

### Ⅲ データ

本稿では、日本における最も主要な新規公開市場であるジャスダック市場において1993年から2007年の間にIPOを行った企業を分析対象とした。公開価格決定方式は、1989年3月まで用いられていた類似会社比準方式に代わり、同年4月から入札方式が導入された。なお、入札方式導入後の1989-1992年の間、短期間に二度にわたり修正が加えられた。そこで、同じ公開価格決定方式の下でIPOを実施したサンプル数を確保するため、1993年以降をサンプル期間とした<sup>10)</sup>。その後、1997年9月から公開価格決定方式にブックビルディング方式が導入された。従って、1993年-97年10月については入札方式、1997年9月-2007年12月についてはブックビルディング方式をそれぞれ用いて公開価格が決定された企業となっている<sup>11)</sup>。

ところで、松本（2004）、忽那（2008）などが指摘しているように、1997年11月4日に店頭登録したヤフーは、公開価格700,000円、初値2,000,000円

10) 1993年以降用いられた入札方式の下では、公開価格は、落札加重平均価格を基準として、入札状況・期間リスク・需要見通し等を総合的に勘案して決定することとされた。結果的に、主幹事証券会社の判断・裁量によって、落札加重平均価格からディスカウントされた上で、公開価格が決定されるようになった。

11) 先行してブックビルディング方式を採用した店頭特則銘柄である、エーティエルシステムズ（1996年12月9日上場）、アクモス（1996年12月25日上場）は、ブックビルディング方式のサンプルに含んでいる。なお、移行期の1997年9月から10月については、両方式によるIPOが混在している。

(初期収益率185%)、27ヶ月後150,000,000円(調整済みの初値からの収益率30141%)と高騰している。そのため、ヤフーについては、本稿でも同様に異常値として取り除いて分析を行う。

分析に用いたデータセットは、『NEEDS(日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク)』を用いて作成した。公開価格が収録されていない銘柄、再編等に伴う新規公開、投資法人、および上述のヤフーをサンプルから除外した結果、最終的なサンプルは1208社となった。うち入札方式によるものは481社、ブックビルディング方式によるものは727社である。

#### IV 長期パフォーマンスの計測結果

長期の株価パフォーマンスは、TOPIX をベンチマークとして用い<sup>12)</sup>、新規公開初日を基点に取引日ベースで1250日目(約5年)までの各日について、以下のように BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return) を算出した<sup>13)</sup>。

$$\prod_{t=1}^T [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_t)]$$

ただし、

$R_{it}$  : 銘柄  $i$  の  $t$  日における日次収益率

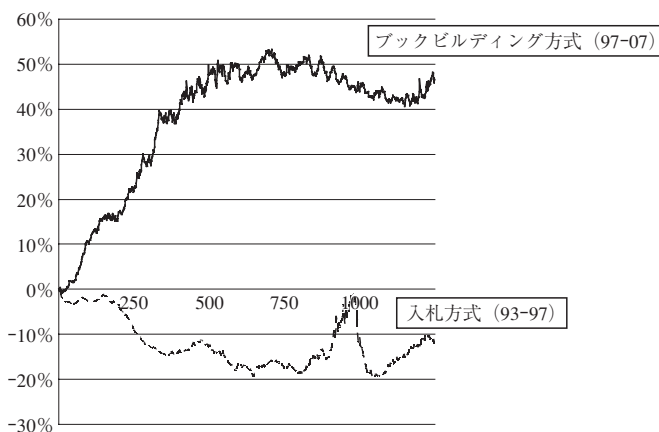
$E(R_t)$  : TOPIX の  $t$  日における日次収益率

前出の図2には、1993-2007年の全サンプルについて、IPO 初日から1250日目までの BHAR の平均値と中央値が示されている。図3には、公開価格決定方式として入札方式が用いられた1993年-1997年9月、およびブックビルディング方式が用いられた1997年9月以降について、サンプルを分割して BHAR の平均値を算出した結果が示されている。図4には同様に BHAR の

12) 本稿で分析の対象とするサンプル期間には、2000年代初頭から半ばにかけてのいわゆる IT バブルの時期が含まれる。株価が高騰した一部の銘柄に強く影響される恐れがあるため、ベンチマークとしては、JASDAQ 指数ではなく、TOPIX を用いた。

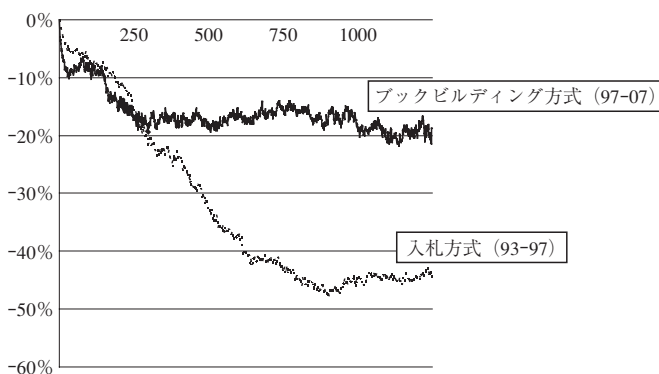
13) 2006年、2007年の新規公開銘柄、および計測期間中に上場が廃止された銘柄など、収益率が収録されていない取引日については、BHAR は算出していない。

図3 新規公開株の長期パフォーマンス（BHAR 平均値：対 TOPIX）



（出所）図2に同じ。

図4 新規公開株の長期パフォーマンス（BHAR 中央値：対 TOPIX）



（出所）図2に同じ。

中央値の推移が示されている。また、表1には、公開日から起算して250日、500日、750日、1000日、1250日の各期間のBHARの平均値と中央値が整理されている。

表1 新規公開株の長期パフォーマンス（BHAR：対 TOPIX）

新規公開年		初期収益率	250日	500日	750日	1000日	1250日
全期間	平均値	37.93%	9.52%	23.72%	21.52%	20.69%	20.27%
1993年-2007年	中央値	12.44%	-16.32%	-25.99%	-29.19%	-32.77%	-35.27%
入札方式	平均値	11.40%	-8.93%	-12.34%	-17.60%	-10.95%	-11.86%
1993年-1997年	中央値	7.24%	-16.07%	-32.47%	-42.97%	-44.95%	-43.75%
ブックビルディング方式	平均値	55.48%	21.74%	47.77%	48.11%	43.97%	46.49%
1997-2007年	中央値	21.62%	-17.32%	-18.90%	-15.72%	-18.66%	-18.70%

（出所）『NEED（日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク）』より筆者作成。

入札方式が用いられていた1993年から1997年にかけて新規公開を行った銘柄については、平均値では約4年後にベンチマークと同程度のパフォーマンスに回復することがあるものの、おおむねマイナス10%からマイナス20%程度、ベンチマークを下回る水準で低迷している。中央値でみると、よりパフォーマンスの低迷が顕著であり、IPO後は急速にパフォーマンスが低下し、2年を経過した後にはベンチマークに比べて40%余りも低い水準で推移している。

ブックビルディング方式が導入された1997年以降の新規公開銘柄について平均値の推移をみると、IPO後のパフォーマンスが良好であり、2年経過後には50%程度ベンチマークを上回る水準となっている。ただし、中央値でみると、IPO後1年程度でマイナス20%近くまでパフォーマンスが悪化し、その後も同水準で低迷する傾向が観察される。

なお、ブックビルディング方式導入後のサンプル期間には、2000年代初頭から半ばにかけてのいわゆるITバブルの時期が含まれている。そのため、一部の銘柄については株価が高騰し、平均値を引き上げていると考えられる。中央値の推移でみる限り、入札方式、ブックビルディング方式の両期間ともに、IPO後の長期パフォーマンスは低迷傾向にあることが見受けられる。

## V 「半年効果」の検証

前節で計測したBHARを用いて、新規公開市場における長期パフォーマンスに関するアノマリー現象として、公開時期による季節性の有無を検証し

た。全期間（1993-2007年）の分析に加えて、入札方式（1993-1997年）とブックビルディング方式（1997-2007年）のサブサンプルに分割した検証も行った。

表2のパネルAには、IPO後250日、500日、750日、1000日、1250日の各期間について、各年の上半期（1月～6月）に新規公開を行った銘柄のBHAR平均値、ならびに各年の下半期（7月～12月）に新規公開を行った銘柄のBHAR平均値が整理されている。また、表2のパネルBには、同様にBHAR中央値についての結果が整理されている。

期間別（全期間、入札方式、ブックビルディング方式）、および平均値と中央値のいずれの結果からも、入札方式1000日の平均値を除いて、上半期に新規公開を行った銘柄の長期パフォーマンスは、下半期の新規公開銘柄に比べて有意に低いことが明らかになった。新規公開株に関しては、上半期に公開した銘柄のパフォーマンスが押し並べて低迷しており、一種のアノマリーが存在していると言えるだろう。

表3には、新規公開株の初期収益率について、上半期（1月～6月）に新

表2(A) 長期パフォーマンスの比較（BHAR平均値：対TOPIX）

		250日	500日	750日	1000日	1250日
全期間 1993年-2007年	上半期	-6.34%	-5.53%	1.65%	3.70%	-5.68%
	下半期	19.66%	42.49%	34.42%	31.21%	35.40%
	差（上半期-下半期）	-26.01%	-48.03%	-32.77%	-27.51%	-41.08%
	t-test <sup>(1)</sup>	-3.61	-3.56	-2.83	-2.05	-2.42
	(p-value)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.04)	(0.02)
入札方式 1993年-1997年	上半期	-12.82%	-26.83%	-31.74%	-13.66%	-27.02%
	下半期	-6.79%	-4.30%	-9.74%	-9.44%	-3.56%
	差（上半期-下半期）	-6.03%	-22.53%	-22.00%	-4.22%	-23.46%
	t-test <sup>(1)</sup>	-1.63	-3.62	-3.19	-0.20	-2.03
	(p-value)	(0.10)	(0.00)	(0.00)	(0.84)	(0.04)
ブックビルディング方式 1997年-2007年	上半期	-2.65%	6.73%	21.02%	15.16%	10.55%
	下半期	38.91%	76.73%	67.61%	63.18%	68.53%
	差（上半期-下半期）	-41.56%	-70.00%	-46.59%	-48.02%	-57.98%
	t-test <sup>(1)</sup>	-3.54	-3.13	-2.53	-2.69	-1.96
	(p-value)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.01)	(0.05)

表 2 (B) 長期パフォーマンスの比較 (BHAR 中央値：対 TOPIX)

		250日	500日	750日	1000日	1250日
全期間 1993年-2007年	上半期	-25.52%	-32.20%	-33.86%	-36.37%	-42.07%
	下半期	-10.67%	-21.10%	-23.76%	-29.03%	-30.27%
	差 (上半期-下半期)	-14.85%	-11.10%	-10.10%	-7.34%	-11.81%
	MW test <sup>(2)</sup>	5.18	4.56	3.99	2.73	3.29
	(p-value)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.00)
入札方式 1993年-1997年	上半期	-21.83%	-34.59%	-47.91%	-47.77%	-50.31%
	下半期	-13.53%	-30.83%	-39.68%	-42.68%	-41.06%
	差 (上半期-下半期)	-8.30%	-3.76%	-8.23%	-5.09%	-9.25%
	MW test <sup>(2)</sup>	2.15	1.93	2.82	1.98	3.03
	(p-value)	(0.03)	(0.05)	(0.00)	(0.05)	(0.00)
ブックビルディング方式 1997年-2007年	上半期	-28.97%	-29.60%	-26.36%	-24.59%	-25.07%
	下半期	-6.63%	-10.50%	-5.46%	-11.40%	-13.18%
	差 (上半期-下半期)	-22.34%	-19.10%	-20.90%	-13.19%	-11.88%
	MW test <sup>(2)</sup>	4.88	4.39	3.73	2.47	2.15
	(p-value)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.03)

(出所) 表 1 に同じ。

(注) (1) 平均値の差の検定については Satterthwaite-Welch t-test を行った。

(2) 中央値の差の検定については Mann-Whitney test を行った。

表 3 初期収益率の比較

	全期間 1993年-2007年			入札方式 1993年-1997年			ブックビルディング方式 1997年-2007年		
	平均値	中央値	サンプル 数	平均値	中央値	サンプル 数	平均値	中央値	サンプル 数
上半期	48.39	18.38	471	13.42	8.57	171	68.33	36.56	300
下半期	31.24	9.41	737	10.29	6.67	310	46.46	14.00	427
差(上半期-下半期)	17.15	8.97		3.13	1.90		21.87	22.56	
t-test/MW test <sup>(1)</sup>	3.85	6.43		2.12	2.11		3.18	5.75	
(p-value)	(0.00)	(0.00)		(0.04)	(0.03)		(0.00)	(0.00)	

(出所) 表 1 に同じ。

(注) (1) 平均値の差の検定については Satterthwaite-Welch t-test, 中央値の差の検定については Mann-Whitney test を行った。

規公開を行った銘柄と下半期（7～12月）に新規公開を行った銘柄にサンプルを分割して計測した結果が、全期間、入札方式、ブックビルディング方式それぞれについて整理されている。初期収益率については、上半期の方が平

均値、中央値ともに、いずれのサンプル期間においても統計的に有意に高いことが明らかになった。先述のように、日本の株式市場では下半期に比べて上半期の収益率が高い「半年効果（上半期効果）」として知られるアノマリー現象が確認されている。そのため、半年効果の影響を受け、上半期においては新規公開株の初値が過大な水準で形成されている可能性が示唆される。

そのため、新規公開初日終値を基準として計測した BHAR が、上半期に新規公開を行った銘柄については、より低迷することにつながっていると考えられる。

## VI さいごに

本稿の分析から、新規公開株の長期パフォーマンスは大幅に低迷する傾向にあり、特に上半期に新規公開された銘柄の長期パフォーマンスが下半期の銘柄に比べて有意に低いことが明らかになった。その背景には、上半期において初期収益率は相対的に高く、初値が過大な水準で形成されていることが挙げられる。このことから、「半年効果（上半期効果）」として知られる下半期に比べて上半期の収益率が高いという現象が、初値形成を過熱させている可能性が示唆される。

また、IPO 件数は上半期に比べて、下半期に多いという傾向がある<sup>14)</sup>。長期パフォーマンスが相対的に良好な下半期に IPO を実施する企業の方が多いという事実をどのように理解すればよいのだろうか。新規公開制度や企業の決算期といった制度面の影響、あるいは初値の過熱を避け、投資家と長期的に良好な関係を築く重要性を新規公開企業が認識していることが背景にあるのだろうか。企業属性の詳細な分析をふまえ、マーケットタイミングの分析<sup>15)</sup>、IPO 後の増資行動の分析<sup>16)</sup> など様々なアプローチを通じて明らかにし

14) 忽那（2008）は、1984-2005年のジャスダック市場における四半期毎の新規公開企業数と初期収益率の相関を分析した結果、両者に有意に負の相関があることを明らかにしている。

15) Schultz（2003）などを参照。

16) Welch（1996）などを参照。

ていくことが今後の課題である。

(筆者は関西学院大学商学部教授)

(謝辞) 本研究は、平成23年度科学研究費助成事業・基盤研究(C)(課題番号: 23530395)による助成を受けております。ここに記して感謝する次第です。

#### 参 考 文 献

- Aggarwal, R. and Rivoli, P., (1990), Fads in the Initial Public Offering Market?, *Financial Management* 19(4), 45-57.
- Brav, A., Geczy, C. and Gompers, P., (2000), Is the Abnormal Return Following Equity Issuance Anomalous?, *Journal of Financial Economics* 56, 209-249.
- Brav, A., and Gompers, P., (1997), Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure-backed Companies, *Journal of Finance* 52, 1791-1821.
- Carter, R., Dark, F. and Singh, A., (1998), Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks, *Journal of Finance* 53, 285-311.
- Cai, J. and Wei, K. C. J., (1997), "The Investment and Operation Performance of Japanese Initial Offerings," *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, 389-417.
- Kutsuna, K., Okamura, H. and Cowling, M., (2002), Ownership Structure Pre- and Post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies, *Pacific-Basin Finance Journal* 10, 163-181.
- Levis, M., (1993), The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988, *Financial Management* 22(1), 28-41.
- Loughran, T. and Ritter, J., (1995), The New Issues Puzzle, *Journal of Finance* 50, 23-51.
- Ritter, J., (1991), The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46, 3-27.
- Sakakibara, S., Yamasaki, T. and Okada, K. (2009), "Calendar Structure of the Japanese Stock Market," Kobe University Working Paper.
- Schultz, P., (2003), Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs, *Journal of Finance* 58, 483-517.
- Welch, I., (1996), Equity Offerings Following the IPO: Theory and Evidence, *Journal of Corporate Finance* 2, 227-259.
- 阿部圭司 (2005) 「JASDAQ 市場における新規株式公開の長期パフォーマンス」『高崎経済大学論集』第48巻第1号、33-44。
- 池田直史 (2011) 「IPO 後の長期株価パフォーマンス」、日本ファイナンス学会第19回大会予稿集。
- 岡村秀夫 (2011) 「IPO 研究の展開」、『商学論究』第58巻第3号、45-65。



- 忽那憲治（2001）「ベンチャー企業向け証券市場間競争のグローバル展開と成長企業の輩出—わが国新規店頭公開企業の長期株価パフォーマンス分析—」、中尾茂夫編『金融グローバルズム』第6章、大阪市立大学経済研究所。
- 忽那憲治（2008）『IPO 市場の価格形成』、中央経済社。
- 榊原茂樹・山崎尚志、（2004）「わが国株式市場における「半年効果」と投資家心理」、『国民経済雑誌』、第190巻第1、53-68。
- 城下賢吾・森保洋（2009）『日本株式市場の投資行動分析 行動ファイナンスからのアプローチ』、中央経済社。
- 神座保彦（1995）「株式店頭市場の株価形成と諸問題について」、『証券アナリストジャーナル』、1995年3月号、2-12。
- 翟林瑜（2009）「IPO における逆V字型経營業績と「幻の初期収益率」」、『証券アナリストジャーナル』、2009年2月号、81-92。
- 福田充男、芹田敏夫（1995）「日本の新規株式公開市場に関する実証分析」、『証券アナリストジャーナル』、1995年3月号、13-24。
- 福田司文（1984）「新規上場株式の価格パフォーマンス」、『商学論究』、第32巻第1号、83-105。
- 福田司文（1994）「新規公開株の価格問題」、『企業会計』、1994年1月、104-108。
- 福田司文（1995）「公開価格収益率の決定要因と公開後のパフォーマンス」、『流通科学大  
学論集—流通・経営編』、第7巻第2号、43-61。
- 松本守（2004）「新規株式公開における利益マネジメントと長期パフォーマンス」『経済論  
究』第119号、115-131。